

## CLO

### 1. 対象商品の概要

CLO (Collateralized Loan Obligation) とは、複数のローンを束ねたプールを裏付とした証券化商品である。また、複数の社債を束ねたプールを裏付とした場合は CBO (Collateralized Bond Obligation) と呼ばれる。

### 2. 一般的なスキーム

他の金銭債権と同様、信託受益権の形態などで証券化される。既存の貸出債権の場合は、譲渡に関して特例法登記により第三者対抗要件のみが具備され、債務者対抗要件が留保されることが一般的である。これに対して、自治体 CLO のように CLO を発行することを目的として貸付を募集する場合（「募集型 CLO」と呼ばれることもある）には、債務者対抗要件が当初より具備されている場合が一般的である。

### 3. 格付のポイント

#### (1) 原債務者の信用悪化リスク

原債務者のデフォルトにより元本償還原資が不足するリスクは、優先劣後構造で手当とする。

原債務者に格付が付与されていれば個別の企業の格付を用いてデフォルト率を判断する。格付が付与されていない場合には、企業格付担当者によりシャドウ格付を付与する。原債務者数が多い場合には、「JCR 大企業モデル」や「JCREST」といった JCR の信用リスク推定モデルを活用したり、オリジネーターの審査時に付与された社内格付や外部スコアなどとのマッピングの手法を使用したりすることにより、個別原債務者のデフォルト率を推定する。

上記を踏まえ各原債務者の信用力に応じたデフォルト率を対応させ、後述のストレスを付加した上でモンテカルロ・シミュレーションを行い、これにより作成されたリスク・カーブと CLO の格付のデフォルト率とを対応させることで、必要劣後比率を算出する。

なお、格付対象となる債権プールに属する原債務者数が多い場合には、リース料債権などの証券化に用いられる小口多数アプローチを分析に適用する場合もある（詳細は「リース料債権」参照）。

#### (参考) 「JCR 大企業モデル」

財務情報を用いて個社のデフォルト確率を推定するデフォルト率推定モデル。一般事業法人（但し、鉄道・航空・ガス・電気除く）を対象に、多数の正常企業とデフォルト企業の財務情報をもとに構築したもので、安全性・収益性・債務償還能力など、多様な財務指標を採用することによって、多面的に個社のデフォルトリスクを評価し、3年以内デフォルト率を推定するモデルとなっている。

(参考)「JCREST (中小企業信用リスク評価モデル)」

最適化計算アルゴリズムを用いて大量の企業財務データを処理することにより開発されたもので、「半正定値ロジット・モデル (positive semi-definite logit model)」と呼ばれるものである。このモデルは、従来の一般化線形モデルが財務指標の一次式で表現されるのに比して、限定された形の二次式で表現されることから、財務指標の持つ信用リスク情報をよりきめ細かく抽出することが可能となっている。

## (2) 債務者属性集中リスク

原債務者の属性が集中することにより、証券化対象債権プール全体の信用力の低下が生じている可能性がある。JCR では、主に以下の債務者属性に着目しており、集中度合いに応じて相応のストレスを付加することで対応している。

- ・ 業種集中
- ・ 地域集中
- ・ メインバンク集中

## (3) 期限前弁済リスク

原債務者による期限前弁済が行われた場合、当該弁済以降に原債務者より支払われるべき貸付債権利息が消滅し、証券化商品の利息支払原資が不足する可能性がある。これに対し、募集型 CLO の場合には、金銭消費貸借契約に原則として期限前弁済を禁止する条項を設けて、当該リスクを最小限にとどめる手当てを行っている。

## (4) 相殺リスク

原債務者がオリジネーターである金融機関に対する反対債権（銀行であれば預金など）と当該貸付債権を相殺した場合に、債権プールが希薄化するリスクがある。

当該リスクを防ぐため、特に募集型 CLO の場合では、原債務者と締結する金銭消費貸借契約に相殺禁止文言を入れることで対応している。

## 4. 必要資料

### (1) オリジネーターに関する資料

### (2) 原債権（個別）に関する資料

- (a) 原債権契約書（雛型）
- (b) 原債務者に関する情報

所在地、資本金、年商、業種、格付、オリジネーター社内格付（もしくは CRD、外部信用調査会社のスコアなど）、メインバンク

(3) 原債権（全体）に関する資料

原債務者に関する属性データ（上記(2)(b)を一覧表にしたもの）

所在地、資本金、年商、業種、（あれば）格付、オリジネーター社内格付（もしくは CRD、外部信用調査会社のスコアなど）、メインバンク、当初貸付実行額別

(4) その他

(a) 業種区分表（原債務者の業種区分を行う際に参照した表・資料など）

(b) 原債権募集に関する概要（審査条件、与信方針等）

(c) 社内格付（もしくは CRD、外部信用調査会社のスコアなど）別デフォルト率

以 上

◆留意事項

本文書に記載された情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報は JCR の意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

**株式会社 日本格付研究所**

Japan Credit Rating Agency, Ltd.  
信用格付業者 金融庁長官（格付）第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル